

Impacto del ciclo de alza de tasas en las cuentas del BCR

Mario Guerrero mguerreroc@bws.com.pe

Recientemente el Banco Central de Reserva (BCRP) cambió el método de cálculo de la remuneración a los fondos de encaje en moneda extranjera, de una tasa variable¹ a una tasa fija. Esta es la segunda ocasión, en lo que va del año, en la que el ente emisor reduce la remuneración a los fondos de encaje, pues en febrero del presente año la redujo de Libor a 3 meses menos 0.25% a Libor a 3 meses menos 0.75%. Si bien, de acuerdo al instituto emisor, estas medidas tienen como orientación servir como "efecto señal" para incentivar la intermediación financiera en moneda nacional y, al mismo tiempo, afianzar el proceso de desdolarización financiera, algunos críticos han dejado entrever que las mismas también estarían orientadas a mitigar el mayor gasto financiero del BCRP producto del significativo crecimiento de los saldos de Certificados de Depósito (CDBCRP) durante los últimos meses.

En el presente informe analizamos el comportamiento de las cuentas del BCRP. Cabe destacar que si bien el instituto emisor no tiene como objetivo maximizar su rentabilidad (pues su objetivo es mantener la estabilidad de los precios), un deterioro del resultado cuasi fiscal afectaría negativamente el resultado del Sector Público Consolidado.

Impacto de la colocación de CDBCRP en las cuentas del BCRP

Los intereses pagados por el saldo de CDBCRP han registrado un sostenido aumento durante los últimos 5 años, pasando de representar el 18% de los gastos financieros totales en el año 2001 al 39% durante el año 2004, estimándose que en el presente ejercicio alcancen una participación de 47%. Esta creciente participación ha estado asociada en gran medida al aumento del saldo de colocaciones de CDBCRP, el mismo que ha repuntado de manera importante desde mediados del año 2004. No obstante, también ha influido en este comportamiento la mayor tasa de interés promedio de las colocaciones, debido principalmente a que el BCRP ha extendido los plazos de colocación de CDBCR hasta un máximo de 3 años. Al respecto, durante el año 2004 el 20% del saldo de CDBCRP se encontraba colocado a plazo de entre 2% y 3%. Debido a la forma de la curva de rendimientos (pendiente positiva) éstos certificados estuvieron asociados a tasas de interés más altas.

Cuadro N° 1
GASTOS DEL BCRP
(en millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005e	Var% '04	Var%'05
Intereses por CDBCRP	56	29	40	68	142	69.2	109.7
Intereses por Depósitos	250	122	97	106	160	9.0	51.8
TOTAL GASTOS	306	150	137	173	302	26.6	74.4
(en millones de soles)							
Saldo promedio CDBCRP	1,857	1,995	3,273	6,232	10,120 1/		
Tasa implícita	10.6	5.1	4.3	3.7	4.5 1/		

1/: Para el año 2005 se considera el saldo y la tasa promedio de las colocaciones del BCRP del periodo enero-mayo'05.

Fuente: BCRP Proyecciones: Estudios Económicos - BWS

¹ La primera reducción a la remuneración a los fondos de encaje en moneda extranjera desde el año 1999 se produjo en octubre del 2004, cuando se redujo de Libor 3 meses menos 0.13% a Libor a 3 meses menos 0.25%. A partir de junio del 2005 cambió su método de cálculo, lo que en la práctica significó una nueva reducción (aproximadamente de 33pbs).

Cuadro N°2
SALDO DE CDBCRP POR PLAZOS

(en millones de soles)

	1s	3m	4m	5m	6m	7m	9m	1Y	2Y	3Y	Saldo
2001		100	20	200	855			665			1,840
2002		130		115	450	100	460	380			1,635
2003	32			200	590	100	80	2,280	745	70	4,097
2004	120	35		80	415	541	1,329	3,985	1,390	360	8,255
May-05	20	210		40	564	188	1,435	5,374	1,350	560	9,741

Fuente: BCRP. Elab. Estudios Económicos - BWS

Los gastos por intereses de CDBCRP crecieron 69.2% en el 2004 en términos de dólares, y lo harían al menos en 110% en el presente año (lo que involucraría US\$74 millones adicionales), siendo esta una proyección conservadora, por un lado al tomar en cuenta el saldo promedio de las colocaciones de CDBCRP del periodo enero–mayo, y de otro lado, al considerar que las necesidades de esterilizar parcialmente la inyección de soles producto de la constante participación del BCRP en el mercado de cambios.

Reduciendo la remuneración al encaje... ¿será suficiente?

Un segundo componente de los gastos financieros son los intereses pagados por los depósitos en moneda nacional y en moneda extranjera. Estos gastos reportaron un aumento de 9% durante el año 2004, y de acuerdo a nuestras estimaciones continuarían en aumento durante el presente año, como consecuencia principalmente del ciclo alcista de las tasas internacionales, pues el volumen de depósitos en el BCRP, principalmente en moneda extranjera, tanto del sector público como del sector privado² se ha mantenido relativamente estables.

Un análisis de sensibilidad sobre los intereses por depósitos en moneda extranjera pagados por el BCRP (75% del total de los intereses por depósitos), considerando como base los depósitos en el BCRP del año 2004 y perspectivas moderadas para las tasas de interés internacionales durante este año³, arroja que las modificaciones a la remuneración al encaje en moneda extranjera generarían en ahorro de aproximadamente US\$ 57 millones para el presente año.

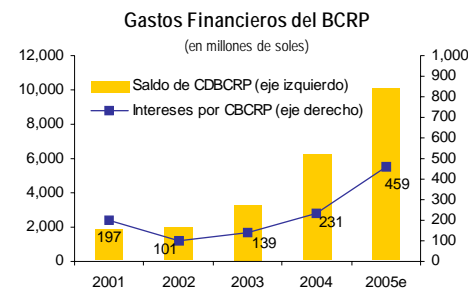
Asumiendo que no hubieran cambios en los ingresos, el mayor pago de intereses por CDBCRP (US\$74 millones) sólo sería compensado en parte por el ahorro generado por la reducción de la remuneración a los fondos de encaje en ME (US\$57 millones), lo que llevaría un deterioro del resultado cuasi fiscal.

Desde la otra orilla.....¿como van los ingresos del BCRP?

Los ingresos financieros del BCRP están compuestos principalmente por los intereses ganados por los activos que se encuentran depositados en bancos y en activos financieros en el exterior (ej. bonos del Tesoro de EE.UU – llamados "Treasuries"), que en conjunto representan el 97% del total. Durante el año 2004 estos ingresos permanecieron estables, pues las bajas tasas de

² Compuesto principalmente por los fondos de encaje en moneda extranjera del sistema financiero.

³ Se asume un escenario en el que la tasa *Fed Funds* alcanzaría el 4% a fines del 2005.



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Cuadro N° 3
SENSIBILIDAD DE LA MODIFICACION A LA REMUNERACION DE LOS FONDOS DE ENCAJE EN MONEDA EXTRANJERA

Supuestos	
Depósitos Totales ME en el BCRP - año 2004	\$5,844 millones
Intereses por depósitos totales ME - año 2004	\$80 millones
Tasa implícita	1.4 %
Escenarios	
Remuneración promedio sin modificaciones - 2005 1/	3.30 %
Intereses sin reducción de la rem. encaje	\$193 millones
Remuneración promedio con reducciones - 2005	2.32 %
Intereses con reducción de la rem. encaje	\$135 millones
Menor gasto (ahorro) por reducción rem. encaje	\$57 millones

Elab: Estudios Económicos - BWS

1/ No consideran la reducción de la remuneración a los fondos de encaje en moneda extranjera de de Libor 3m menos 0.25% a Libor 3m menos 0.75% (febrero 2005) y el cambio de tasa variable a tasa fija - 2.25% - (junio 2005).

Ingresos BCR y Activos Internacionales



Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

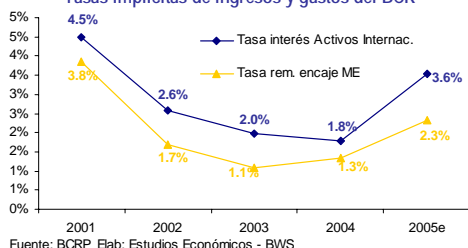
interés internacionales (que revirtieron su tendencia a partir de junio del 2004) fueron compensadas por un aumento de 11% en el volumen promedio de los activos internacionales⁴. No obstante, los ingresos financieros totales arrojaron un descenso de 7%, producto de los menores ingresos por intereses del convenio ALADI y por menores operaciones de crédito interno.

Cuadro N° 4
COMPOSICION DE LOS ACTIVOS INTERNACIONALES

(en millones de dólares)	2003	2004	May-05	V% YTD
Reservas Internac. Netas (RIN)	10,194	12,631	14,124	11.8
Activos Internacionales	10,206	12,649	14,140	11.8
- Depósitos en el exterior	3,503	4,305	5,177	20.3
- Inv. En Valores (incl. <i>Treasuries</i>)	5,884	7,488	8,130	8.6
- Oro y Plata (neto)	463	489	468	-4.3
- Org. (FMI, FLAR, ALADI)	356	367	365	-0.5

Fuente: BCRP. Elab. Estudios Económicos - BWS

Tasas implícitas de ingresos y gastos del BCR



Fuente: BCRP. Elab: Estudios Económicos - BWS

El comportamiento de los ingresos financieros para el año 2005 podría resultar sumamente auspicioso para las cuentas del BCRP, pues existen altas probabilidades de que en el 2005 se obtengan los ingresos más elevados de los últimos 5 años, por dos razones:

- ❑ En primer lugar, las tasas de interés internacionales se encuentran en un ciclo alcista, razón por la que deberían esperarse mayores ingresos por los depósitos en el exterior. Un análisis comparativo entre la tasa implícita obtenida por dichos fondos y la tasa Libor a 3 meses promedio anual, refleja que los intereses obtenidos por los activos internacionales superan en promedio en 60pbs a dicho *benchmark* (periodo 2001-2004).
- ❑ En segundo lugar, la constante participación del BCRP en el mercado de cambios (desde agosto del 2004) ha permitido incrementar sostenidamente la posición de cambio del ente emisor, y con ella, el nivel de RIN, lo que implicaría una creciente base de fondos que serían remunerados.
- ❑ Asumiendo una posición ácida, es decir considerando que los depósitos e inversiones en el exterior reditúan sólo la tasa Libor a 3 meses esperada en promedio para este año (sin considerar el spread promedio de 60pbs obtenido sobre la Libor en el periodo 2001-2004) y asumiendo en nivel de activos internacionales promedio del periodo enero-mayo del presente año (supuesto conservador si consideramos que las RIN continuarían creciendo impulsadas por las compras de dólares del BCRP), el incremento esperado en los ingresos financieros por este concepto sería de 138%, es decir, mas del doble (US\$240 millones más) que lo registrado en el año 2004. ¿Es este cálculo inverosímil?

⁴ Los activos internacional son equiparables con el monto de Reservas Internacionales Netas - RIN -, pues éstas representan el 99.89% del total de activos.

Cuadro N° 5
INGRESOS DEL BCRP
(en millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005e	Var%'04	Var%'05
Ingresos Financieros	394	256	220	205	487	-7.0	138.0
Ingresos No Financieros	25	21	29	5	5	-82.7	0.0
TOTAL INGRESOS	419	277	249	210	492	-16.0	134.6
Saldo prom. Act.Int. (RIN)	8,437	9,371	10,096	11,164	13,552		
Tasa implícita	4.5	2.6	2.0	1.8	3.6		

Fuente: BCRP. Proyecciones: Estudios Económicos - BWS

Veamos más a fondo:

Sólo considerando el impacto de las mayores tasas de interés esperadas (sobre la base de nuestra proyección para el nivel promedio de la tasa Libor a 3 meses para el año 2005) y manteniendo el volumen de activos en exterior constante (saldo promedio del año 2004), cabría esperar un aumento de 99.2% en los ingresos por intereses en activos en el exterior y en 96.5% en los ingresos financieros (US\$200 millones más). Ello se debería a que la tasa implícita promedio de los depósitos e inversiones en el exterior pasaría de 1.7% en el 2004 a 3.6% en el 2005

❑ Sometiendo el análisis anterior a una prueba más estricta, y asumiendo que el promedio de la tasa Libor a 3 meses del periodo enero–mayo se mantiene constante durante el presente año (3.1%), manteniendo el volumen también constante, los ingresos por intereses en activos en el exterior aumentarían 72%, mientras que los ingresos financieros lo harían en 70% (US\$140 millones más)

Cuadro N° 6
SENSIBILIDAD DE LOS INGRESOS POR ACTIVOS INTERNACIONALES

En millones de dólares	2004	2005			
		Esc A	V%	Esc B	V%
Ingresos Financieros	205	402	96.5	347	69.5
Activos Intern. prom (RIN)	11,164	11,164	0.0	11,164	0.0
Intereses por Act. Intern.	199	396	99.2	342	71.7
Tasa Implícita	1.8				
Tasa Libor 3m (promedio)	1.7	3.6		3.1	

Fuente: BCRP, Estudios Económicos - BWS

Escenario A: Considera promedio de tasa Libor a 3m estimada año 2005 y volumen constante

Escenario B: Considera promedio de tasa Libor 3m enero-mayo 2005 y volumen constante

❑ De los tres escenarios anteriores se deduce que hasta en el nivel más ácido los ingresos financieros del BCRP reportarían un significativo aumento este año. Sobre nuestra estimación base, se observa que el "efecto tasa de interés" explicaría cerca del 62% de los ingresos por este concepto, mientras que el "efecto escala" (incremento del volumen de activos) explicaría el restante 38%.

Considerando si significativo aumento de los ingresos (US\$240 millones más en nuestro escenario base), el BCRP estaría en condiciones suficientes para compensar los mayores gastos financieros producto del incremento en el saldo de colocaciones de CDBCRP, por lo que arrojaría un resultado financiero superavitario en US\$185 millones, bajo nuestros supuestos. Agregando otros gastos (administrativos, costos de emisión, etc.), el resultado económico bordearía los US\$133 millones, con lo cual revertiría el resultado negativo del 2004.

Cuadro N° 7
ESTADO DE RESULTADOS DEL BCRP
(en millones de dólares)

	2001	2002	2003	2004	2005e	Var% '04	Var%'05
Ingresos Financieros	394	256	220	205	487	-7.0	138.0
Gastos Financieros	-306	-150	-137	-173	-302	26.6	74.4
Resultado Financiero	88	106	83	31	185	-62.4	489.9
Otros ingresos / gastos	-62	-79	-37	-46	-51	23.2	11.2
Resultado Económico	26	26	46	-15	133		

Fuente: BCRP Proyecciones: Estudios Económicos - BWS

Cuadro N° 8
COMPOSICION DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES (RIN)
(en millones de dólares)

	2003	2004	May-05	V% YTD	% estrc
Reservas Internac. Netas (RIN)	10,194	12,631	14,124	11.8	100.0
- Depósitos de Bancos	2,687	2,811	2,987	6.3	21.1
- Depósitos Banco de la Nación	154	45	63	40.0	0.4
- Fondo de Estabilización Fiscal	295	302	307	1.7	2.2
- Tesoro Público (MEF)	617	1,127	1,484	31.7	10.5
- Fondos ONP (FCR y FONAHPU)	1,792	1,580	1,410	-10.8	10.0
- COFIDE y otros	65	85	17	-80.0	0.1
- Fondos de la Privatización	1	42	7	-83.3	0.0
- Posición de Cambio BCRP	4,583	6,639	7,849	18.2	55.6

Fuente: BCRP Elab. Estudios Económicos - BWS

Nota: Este reporte se basa en información de fuentes que consideramos confiables pero no nos hacemos responsables de su exactitud por lo cual si bien se pueden formular estrategias la decisión final es de responsabilidad del lector. Este reporte no es y no debe ser tomado como una cotización o solicitud para realizar operaciones

Mercado de Capitales

Francisco Sardón de Taboada *Gerente General Adjunto* 211-6810

Estudios Económicos

Guillermo Díaz Gazani *Gerente* 211-6052
 Pablo Nano Cortez *Macro Real /Externo/América Latina* 211-6000 ax. 6556
 Mario Guerrero Corzo *Macro Monetaria/Precios/Bancos* 211-6000 ax. 6557
 Rafael Romero Zelada *Minería/Hidrocarburos/Commodities* 211-6000 ax. 6558
 Miguel Leiva Torres *Construcción/Telecom/Electricidad/Renta Fija-Variante* 211-6000 ax. 6205
 Daniel Córdova Espinoza *Manufactura No Primaria/Comercio/Internacional* 211-6000 ax. 6661

BWS Sociedad Agente de Bolsa

Charles Fyfe Alvarado *Director Ejecutivo* 211-6695
 Sonia Obregón de Espinoza *Gerente Control Interno* 211-5911
 Aurelio Díaz Pro *Head Trader Renta Variable/Fija* 440-3456
 Bruno Calle Méndez *Head Trader Bolsa Productos* 211-5921
 Liliana García Gonzales *Jefe Comercial* 211-5914
 Jaime Blanco Sánchez *Trader Renta Variable* 442-9965
 Julio Mavila Raaijen *Trader Renta Variable* 441-2788

Tesorería

Diana M. Arce Taramona *Gerente* 211-6247
 Pablo León Prado *Jefe de Cambios* 440-4401
 Alfredo García Calderón *Jefe de Forwards*
 Elbia Castillo Calderón *Jefe Money Market e Inversiones* 440-9001
 Nelson Cantuarias Portugal *Moneda Extranjera*
 Gladys Huamán Camacho *Moneda Nacional* 440-9001
 Jorge Villalta Valdez *Trader - Mesa de Cambios* 440-6460
 Liliana Ordoñez Vega *Mesa de Distribución*
 Javier Verme Villarán *Mesa de Distribución* 440-6003

BWS Fondos

Enrique Spihlmann Denegri *Gerente General* 211-6714
 Carlos Farro Ruiz *Gerente de Inversiones* 211-6726
 Claudia Valencia Serpa *Responsable Comercial* 211-6050